

PUNTO DE VISTA

¿Los precios reflejan el valor cuando hay muchos fondos compitiendo con un benchmark?



—por RODRIGO WAGNER—

Les comparto que esta semana tuvimos en la Universidad Adolfo Ibáñez un excelente seminario con el profesor Dimitri Vayamos, del London School of Economics, sobre uno de los temas candentes de valoración de activos. Me refiero a si acaso los precios de transados en el mercado reflejan fielmente el valor de los activos, en contextos donde los inversionistas más importantes pueden ser fondos pasivos o que siguen a la manada. Algo relacionado son los incentivos que debieran tener los administradores de fondos, ya sea de pensiones o privados, cuando siguen a un *benchmark* o se comparan con los pares, como las AFP.

En el mundo la indexación es enorme y creciente. Mi exalumno Marco Sammon —actual profesor de Harvard Business School—, recientemente publicó un estudio donde si bien cerca del 16% del mercado accionario de EE.UU. está explícitamente indexado a fondos, ven que en la práctica la indexación es más del 30%. En el estudio, miden que muchos fondos tienen que salir a comprar o vender al mismo tiempo cuando el *benchmark* cambia.

Imagine una muchedumbre que entra a una feria a comprar tomates al mismo tiempo o a vender tomates al mismo tiempo. Entonces el precio de los tomates en la feria fluctúa mucho más que su valor fundamental. Volviendo a lo que dijo el profesor, vemos que esta proliferación de inversionistas pasivos podría también explicar en parte la emergencia de megafirmas globales, que tienen enormes valoraciones y que reciben aún más fondos, en un *loop* que se refuerza a sí mismo.

También hay diferencias en la relación con el riesgo. Los fondos globales y en EE.UU. muchas veces tienen incentivos positivos al recibir más aportantes cuando han tenido buena *performance* reciente, respecto de su *benchmark*. Pero esos mismos fondos de EE.UU., en promedio, resulta que no pierden tanto si rinde un poco me-

nos que el *benchmark*. Esa combinación los hace un poco más interesados en tomar ciertos riesgos. Por otro lado, los incentivos de los fondos de pensiones en Chile son bien distintos, por el enorme castigo que hay cuando hay una baja en los retornos respecto del promedio.

Las AFP tienen mucho que perder si no logran pasar el *benchmark*, porque deben pagar una multa enorme. En contraste, no tienen tanto que ganar cuando les va muy bien. Esto naturalmente induce una enorme aversión al riesgo, así como un interés en replicar carteras de inversión de los pares. Por cierto, esto también puede generar que ciertos activos se aprecien por sobre los valores fundamentales. En Chile incluso hay otras paradojas. Hace unos años, el principal accionista *insider* de una compañía estaba siendo demandado por varias AFP, cuando por otro lado, las mismas AFP se veían con mucho incentivo a comprar valores de esa misma empresa, porque si no se podría afectar el rendimiento relativo con respecto a los *benchmarks*.

Finalmente, dado que en la gestión de portafolios de largo plazo no es fácil alinear todos los incentivos en un contrato o una regulación, yo planteé que valdría la pena explorar algo que ocurre en países desarrollados. Me refiero a que trabajadores que ahorran para su pensión tengan alguna representación especializada en la gobernanza que deciden ciertos mandatos de inversión que después son ejecutados por los fondos. Esto podría mitigar algunos de los problemas contractuales y de sobrerregulación que vemos. Deberíamos pensar una representación inteligente y eficaz de los trabajadores. Incluso mostré que la idea no es nueva ni de una tendencia política. Ya estaba en “El Ladrillo” (página 133), documento editado por Sergio de Castro hace más de medio siglo.

Ph.D de Harvard y profesor asociado en Escuela de Negocios UAI.